ŞİRKET DEĞERLEME

* **Finansman Kuralları:**

- Yatay Finansman Kuralı: İşletmeye sürekli bağlı kalacağı için duran varlıkların özsermaye ve uzun süreli borçlarla finanse edilmesi gerekir. (Bilanço Altın Kuralı)

Duran varlık ve dönen varlıkların işletmeye sürekli bağlı bölümleri de uzun süreli olarak finanse edilebilir.

Dönen varlıklar kısa süreli borçların en az 2 katını bulmalıdır (Banker's rule)

- Dikey Finansman Kuralı: Sermayenin en az yarısı özsermayeden oluşmalıdır. Kıta Avrupası için bu kural borcun özsermayenin 2 katını aşmaması şeklindedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF)

* DCF ile değerleme yapmak için 2 alternatif vardır. Bunlardan birincisi, yalnızca şirketteki özsermayeyi değerler, ikincisi ise, şirketin özsermayesiyle birlikte şirketin diğer talep sahiplerini de kapsayan şirketin tümüne yönelik değerlemeyi yapmaktır.

* Vergiler uygulamada daha çok nominal kazanca dayandığından vergi hesaba katıldığı her tür varlık değerlemesinde nominal değerlemenin kullanılması daha uygun olur.

Özsermaye Değerleme Modelleri

* Bir şirkette özsermayeye özgü nakit akımlarını özsermaye yatırımcılarının istediği getiri oranıyla bugüne indirgeme suretiyle özsermaye değerini tahmin etmeye çalışır.

* Bir şirketin karındaki cari büyüme oranı ne kadar büyükse, yüksek büyümenin geçerli olduğu dönem uzar.

Hem mutlak anlamda, hem de içinde bulunduğu sektör itibariyle, şirketin
ceği arttıkça yüksek büyüme dönemi giderek kısalır.
Hem patent vb. yasal mekanizmaların varlığı, hem de güçlü marka vb.
korunma mekanizmalarıyla yüksek büyüme dönemi uzar

Özkaynağa Özgü Serbest Nakit Akımı (FCFE)

Uygulamada birçok şirketin FCFE'sini kar payı olarak ödemediği bilindiği
için hissedarlara nakit akımı yaratılırken İndirgenmiş Kar payı Modelinin
gerçek nakit akım kapasitesini göstermeyebileceği unutulmamalıdır.

* FCFE, faiz ve borç anapara ödemeleri yapıldıktan sonra, şirketin mevcut
varlıklarını sürdürebilmek ve gelecekteki büyümeyi gerçekleştirebilmek için
şirkete yeni varlıkların sağlanabilmesi bakımından duran varlık edinilmesi
için yapılan harcamalardan sonra kalan nakit akım değeri olarak ifade
edilebilir.

* Uygulamada kar etmeyen ya da karlılık performansı zayıf olan şirketler
için;

Finansal açıdan bir umut varsa;

a) Özsermaye yerine şirket değerlemesi (borçlar kriz dönemlerinde yüksek bulunduğundan

b) Düzeltilmiş veya ortalama gelirlerin kullanılması

c) Geçiş dönemi için nakit akımlarının ayrıntılı olarak tahmin edilmesi

Finansal açıdan bir umut yoksa;

a) Tasfiye Değeri

Şirkete Özgü Serbest Nakit Akımı (FCFF)

* FCFF = EBIT (1 – vergi Oranı) + Amortisman – Duran varlık Yatırım Harcamaları – Δ İşletme Sermayesi

* MVA (Piyasa Katma Değeri) şirketin gelecekte beklenen EVA'larının bugünkü değeridir.

MVA = Şirket Değeri − Toplam Özsermaye

* EVA da pozitif NPV'li yatırımların kabul edilip negatif NPV'li yatırımların reddedilmesine ilişkin geleneksel görüşle aynı paralelde kâr performans kriteridir. Aradaki temel fark, NPV'nin uzun vadeli sermaye bütçeleme aracı olarak kullanılması ve EVA'nın bunu yıllık olarak yapmaya çalışmasıdır.

* Value Driver Modeli: Normalleştirilmiş değerler için sabit büyüme ve sabit getiri varsayımı yaptığı ve nakit akımlarını indirgemedeki matematiksel işlemleri gereğinden fazla basitleştirdiği için pratik bir değerleme yöntemi değildir.

* EVA'nın başka avantajı, tahmin dönemindeki yıllar boyunca kullanılan sermayeye her yıl ne kadar değer eklediğini göstermesidir.

NOPAT = Satışlar − Faaliyet Giderleri − Vergiler

FCF = NOPAT − İşletme Sermayesindeki Artış − Sabit Sermaye Harcamaları

* İşletme sermayesi ve sabit varlık harcamalarının ikisine birden, yatırım (I) adı verilebilir:

FCF = NOPAT − I (Amortisman hariç hesaplanıyor)

* Faaliyet birimlerine ayrı ayrı değer biçilirken hangi birimlerin değer yarattığı, hangi birimlerin satış için aday olduğu ve hangi birimlerin yeniden yapılaması gerektiği anlaşılmaya çalışılır.

* Bir projenin, stratejinin, devralınan hedef şirketin, ya da şirketin MVA'sına katkıda bulunabilecek herhangi bir şeyin NPV'si gelecekte ortaya çıkması beklenen EVA'nın bugünkü değerine eşittir.

* UNOPAT = EBITD − Vergi

UNOPAT ⇒ Kaldıraçsız vergiden sonraki net faaliyet kârı

EBITD ⇒ Faiz, Vergi ve Amortisman öncesi kâr

Artık Kar (EBO) Modeli

Artık Kar = Net Kar − Özsermaye Maliyeti x Başlangıç Dönemindeki Özsermaye Defter Değeri

Göreceli Değerleme Yöntemleri

* Gerçek değerlemede amaç nakit alımı, büyüme ve risk özellikleri çerçevesinde olması gerekenin altında fiyatlandırılmış varlıkları bulup ortaya çıkarmaktır. Göreceli değerlemede geçerli olan yaklaşım, birbirine benzer varlıkların piyasa tarafından değerleme anında nasıl fiyatlandırıldığı göreceli ilişkisi içinde ucuz ya da pahalı varlıkların bulunması olarak nitelendirilebilir.

- Fiyat / Kazanç Oranı
- Sektörü için ortalama Defter değeri / Piyasa Değeri hesaplanır. Bundan sonra, hisse senedi fiyatlandırılmak istenen ortaklığın hisse senedinin defter değeri, sektörün ortalama defter değeri / piyasa değerine bölünerek olması gereken fiyata ulaşılır.
- Tobin's Q: Şirket değerinin yerine koyma maliyetine oranıdır.
  = Varlıkların Piyasa Değeri / Varlıkların Tahmini Yerine Koyma Maliyeti

  q>1 ise, yatırım yapma isteği duyarlar
  yüksek q'lu şirketlerin güçlü rekabet avantajlarının olduğu düşünülür.
- Satış Tutarı Çarpanı: Hem kar hem de defter değeri muhasebe ölçüleri olup, muhasebe kural ve ilkelerinden geniş ölçüde etkilenmektedir. Bu faktörlerden az çok etkilenen alternatif yaklaşım ise bir varlığın değeriyle onun yaratmış olduğu satış hacmi arasındaki ilişkinin araştırıldığı yaklaşımdır. Piyasa Fiyatı / Satış Tutarı

EVA (Ekonomik Katma Değer)

* sermayenin maliyetini aşan kazançtır.
* Vergi öncesi net kola tutar olarak AOSM arasındaki farklılıktır.

*Vergi sonrası faaliyet karı düzeyinden yıllık toplam sermaye maliyetinin düşülmesi → EVA

Değerlemede Yatırım Fırsatları Yaklaşımı (IOAV)

*IOAV yaklaşımı, şirketin piyasa değerini 2 önemli parçaya ayırmaktadır. Birincisi, şirketin mevcut aktifleri tarafından yaratılan kaldıracsız net faaliyet nakit akımlarının bugünkü değeridir. İkincisi ise, şirketin gelecekte beklenen büyüme fırsatlarının piyasa değeridir.

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI)

* CFROI bir getiri değeridir. Parasal bir karamla ifade edilmemektedir. CFROI'de bir şirketin yatırımcıları için mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarıyla, söz konusu yatırımcılar tarafından yapılan enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit yatırımı karşılaştırmaktadır.

---

* ULL, kar payı, pay başına gelir ve yatırım fırsatları yaklaşımlarının her birinde (k) değerinin aynı olması koşuluyla matematik olarak birbirine eşit olduğunu ortaya koymuştur.

---

*Eğer işletme kullandığı sermaye maliyetinden daha düşük getiri sağlıyorsa büyümek mantıklı olmaz. Eğer getiri WACC'den büyükse firma büyüyecektir.

* İşletmenin değerine etki eden faktörler:
 - uzun dönem getirisinin büyüme potansiyeli
 - yatırılan sermayenin getirisi

* ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi) = $\frac{\text{Vergi Sonrası Faaliyet Karı}}{\text{Yatırılan sermaye ve sabit varlıklar}}$

↳ Uzun dönemde amaçlanan ekonomik karın max. dur, ROIC'in değil.

*Yatırımcıların elde edecekleri getiriyi belirleyen firmanın performansı değil, onların firmanın gelecekteki performansına dair beklentisidir.

$$DCF = \frac{CF_{t=1}}{(WACC-g)}$$

Büyüme Oranı = Yeni yatırılan sermayenin getirisi x Yatırım Oranı

*Aynı büyüme oranına sahip 2 işletmeden ROIC'i büyük olan firmanın değeri düşük olandan daha fazladır. Çünkü bu işletmenin nakit akımları da daha büyüktür.

* ROIC = WACC ise; g'nin değişmesi firma değerini değiştirmez.

*Herhangi bir büyüme oranında ROIC oranı arttıkça firma değeri artar.

* ROIC > WACC ise; aynı ROIC düzeyinde g'nin artması firma değerini artırır.

* ROIC < WACC ise; aynı ROIC düzeyinde büyüme oranının artması firma değerini düşürür.

* FCF = NOPLAT - Net Yatırım

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Yatırılan\ Sermaye} \qquad IR = \frac{Net\ Yatırım}{NOPLAT}$$

$$*Firma\ Değeri = \frac{FCF}{WACC-g} \qquad FCF = NOPLAT\,(1-IR)$$

$$g = ROIC \times IR$$

$$*Firma\ Değeri = \frac{NOPLAT \times \left(1-\frac{g}{ROIC}\right)}{WACC-g}$$

} Değer sürücüsü formülü:
(Serbest nakit akımından değil net ekonomik kardan (NOPLAT) hareket eder)

*Ekonomik değerin temel etkenleri; büyüme oranı, ROIC ve sermaye maliyetidir.

Ekonomik Kar Modeli

* Firma Değeri = Yatırılan Sermaye + Planlanan Ekonomik Kar'ın Bugünkü Değeri

* Ekonomik kar modelinin özelliği bir firmanın sadece 1 yıllık performansı ile nakit akımları gerekmeksizin değerinin belirlenebiliyor olmasıdır.

Ekonomik Kar = Yatırılan Sermaye (ROIC − WACC)

AOSM

* Tarihi defter değerlerine dayalı olarak değil her bir menkul kıymetin piyasadaki ağırlıklarıyla ölçülmelidir.

* Sermayenin tüm bileşenleriyle ilgili fırsat maliyetini içermelidir.

* AOSM'nin belirlenmesinde faaliyete ilişkin borçlar nedeniyle ortaya çıkan maliyetler yer almaz. (ör: borç senetleri, satıcılar, personele borçlar) Bunlar, giderler şeklinde serbest nakit akımlarından indirildiğinden, AOSM içinde dikkate alınırlarsa, bu kiriden borçların finansman maliyeti mükerrer olarak dikkate alınmış olur ve hatalı değerlemeye yol açar.

Özkaynak Maliyetinin Belirlenmesi

1. CAPM

* CAPM, bir hisse senedinin beklenen getirisini 3 değişken kullanarak belirler:

- Risken bağımsız faiz oranı
- Piyasa risk primi
- Hisse senedinin betası

* CAPM'de hisse senedinin betası; bir hisse senedinin piyasayla birlikte gösterdiği ortak değişimi ifade eder. Yüksek betaya sahip hisse senetleri piyasa risk priminden daha fazla; düşük betalı olanlarsa daha az getiri sağlarlar.

* CAPM'de risksiz faiz oranı ve risk primi tüm firmalar için ortaktır. Farklı olan, firma hisselerinin β'larıdır. Beta; riskin çeşitlendirmenin yansıttığı durumda yatırımcı üzerinde kalan riski temsil eder.

* Risksiz faiz oranı demek, piyasa ile korelasyonu sıfır olan bir varlığın getiri oranı demektir.

* İdeal olan, her bir nakit akımının iskonto edilmesinde, benzer vadeye sahip tahvilin getiri oranıyla iskonto yapılmasıdır. Bunun için sıfır kuponlu devlet tahvilleri seçilmelidir. Çünkü, ara ara yapılan itfalar, tahvilin efektif vadesini değiştirir.

* $P = \frac{Temettü}{k_e - g} \rightarrow k_e = \frac{Temettü}{P} + g$

* CAPM'de piyasa portföyü tüm varlıkların içinde yer aldığı değer ağırlıklı portföydür. Hem hisse senetleri hem de borçlanma araçları ve bunların yanında ticarete konu olmayan entellektüel varlıklar da bu portföyün içindedir.

* Gerçek piyasa portföyünün gözlemlenememez olması nedeniyle, onun iyi bir temsilcisine ihtiyaç vardır.

* Eğer yerel endekslerden beta alınırsa, tüm piyasa ölçeğindeki sistematik risk değil, belli firmaların ya da belli sektörlerin riskliliğini yansıtan beta değerleri dikkate alınmış olur.

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + \frac{D}{E}\right]$$

* Kaldıraçsız beta sadece faaliyet riskine odaklandığından, sektördeki tüm firmaların aynı faaliyet karakteristiklerine sahip oldukları varsayımıyla firmaların kaldıraçsız betalarının, sektörün ortalama betasını verdiği ifade edilebilir.

9. Fama & French'in 3 Faktörlü Modeli — firma büyüklüğü + PD/DD

* Fama & French'e göre, özkaynak getirisiyle firmanın büyüklüğü arasında ters ilişki vardır. Öte yandan DD/PD arasında ise pozitif ilişki vardır.

* Küçük hisse senetlerinin fazla getirisi, büyük hisse senetlerinin fazla getirisini aşar. Yüksek DD/PD oranına sahip hisselerin fazla getirisi de düşük DD/PD'ye sahip hisselerin fazla getirisini aşar.

3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi

* Bu modelde, finansal varlığın getirisi tamamen k sayıdaki faktöre bağlıdır. Bu faktörler; enflasyon oranı, döviz kurları vb. olabilir.

* İyi çeşitlenmiş faktör portföyleriyle finansal varlıkların beklenen getirisi risksiz faiz oranıyla herbir faktörün risk primlerinin toplamına eşittir.

---

* İdeal olanı, vadeye kadar getirinin uzun dönemli likit tahvillerle belirlenmesidir. Eğer tahviller nadiren alınıp satılıyorsa, tahvil fiyatları çok eskimiş olur ve bu fiyat ile vadeye kadar getiri hesaplandığı takdirde belirlenen oran güncelliğini kaybetmiş olur.

* Katlanılan faiz nedeniyle firmadan alınması gereken nakit alımının bir kısmı ödenecek vergi nedeniyle ortaya çıkacak nakit çıkışını azalttığından marjinal faiz oranı kadar borcun maliyeti olmamış olur.

* Sermaye bileşeni olarak borç maliyetinin belirlenmesinde marjinal vergi oranının kullanılabilmesi için gelecekteki vergi ödemelerinin sağlanması konusunda kararlı bir karar sergilenmelidir. Örneğin; firma zarar ettiğinde nakit krediyi ancak geçmiş 3 dönemi karlı kapatabilirse alabileceğinden son 3 dönemi karlı kapatmış olması gerekir. Aksi halde, kâr kalıp firmanın yeniden karlı olabileceği zamana kadar ertelenir. Böyle bir durumda firmanın geçmiş dönemlerden bugüne sarkan birikmiş zararları, firmanın kâra geçtiği dönemde indirim kalemi olarak dikkate alınır ve borcun vergi kalkanı etkisi azalır. Başka bir ifadeyle, borcun vergi kalkanı etkisinden yararlanma derecesini azaltır. Dolayısıyla her firmanın marjinal vergi oranı, kanuni vergi oranından farklı ve daha altında olabilir.

* Sermaye maliyeti, bileşenlerin toplam sermaye içindeki cari ağırlıklarıyla değil hedeflenen ağırlıklarıyla belirlenmelidir. Çünkü firmanın

cari sermaye yapısı, firmanın yaşam sürecinde hiçbir noktada hakim bir yapı olmamalıdır ve sadece kısa dönemli dalgalanmalar yapıdır.

*Bir firmanın mevcut sermaye yapısını belirlemek için, her bir kalemin piyasadaki değerinden hareket edilmelidir.

*Borcun değerini belirlemek için yapılması gereken firmanın her bir senedinin ayrıştırılması ve uygun vadeye kadar getiri oranıyla iskonto etmektir.

*Özkaynakların cari değeri, hisse senedi fiyatıyla hisse senedinin alım-satıma konu olan piyasa değerinin çarpımıdır. Ancak hisse senetleri firmanın kendisince alınmış olduğunda bu değerin kullanımı doğru olmaz.

*Bir firmayı cari sermaye yapısına uygun bir yere koyabilmek için, sermaye yapısı kendi sermaye yapısına benzeyen firmalarla mukayese edilmesi gerekir.

*Devam eden değeri belirleyen ekonomik varsayımlar değişirse, açık tahmin dönemi uzunluğunun seçimi dolaylı olarak değer üzerinde etki doğurur.

*Bir firmanın sermaye maliyetinin daha üzerinde getiri elde etmesi, firmanın rekabetçi üstünlüğüyle açıklanabilir. Fakat rekabetçi üstünlüğün ortadan, firmanın yatırdığı sermayeden elde ettiği getiri oranı en sonunda AO sermaye eşitlenir.

*RONIC = WACC kabul edildiğinde, devam eden değer sürecinde yeni büyümenin değer yaratmayacak olması büyüme teriminin modelden çıkarılmasının nedenidir. Yakınsama formülü kimi zaman yanlış değerlendirilmekte ve sıfır büyümeli formül olarak kabul edilmektedir. Fakat yakınsama formülünde sıfır büyüme durumu zorunlu değildir.

*Tasfiye değeri, yaklaşımıyla devam eden değer belirlemesinde, şirketin nakit akımlarının tahmin edildiği açık tahmin dönemi sonunda, şirketin bütün borçları ödendikten sonra, elinde kalacak olan varlıklarının elden çıkarılması sırasında elde edilmesi beklenen nakit girişlerinden hareket

edilmektedir. Aksi tahmin döneminin sonunda tasfiye dosyası kalınmadıkça bu yaklaşım kullanılmamalıdır.

* Yerine koyma maliyeti yaklaşımıyla devam eden değerin belirlenmesinde firmanın varlıklarının yenilenmesi sırasında ortaya çıkması beklenen maliyetlerden hareket edilir. Bu yaklaşımın sakıncaları vardır. Bunlardan ilki, tüm varlıkların değiştirilebilir olmamasıdır. (Ör: Entellektüel sermaye) Bu nedenle yalnızca yarattıkları nakit akımlarıyla değerlenebilirler. Dolayısıyla yerine koyma maliyeti yaklaşımında sadece maddi varlıkların değerlemesiyle belirlenecek olan değer, büyük ölçüde olduğundan düşük belirlenmiş olabilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF)

* DCF ile değerleme yapmak için 2 alternatif bulunmaktadır. İlki sadece şirketteki özsermayeyi değerlemektir. 2.si ise şirketin özsermayesiyle beraber şirketin diğer talep sahiplerini de kapsayan şirketin tümüne yönelik değerleme yapmaktır.

* FCF, bütün giderleri, vergi yükümlülüklerini, yatırım gereksinimlerini faiz ve anapara ödemelerini çıktıktan sonra kalan nakit akımını ifade eder.

FCF = FCFE + faiz giderleri (1 - vergi) + Anapara taksidi geri ödemeleri + yeni borçlanma ihraçları + imtiyazlı hisse kar payları

* Devam eden değerin genelde, şirketin toplam değeri içinde %50'den fazla pay alma nedeni işletmenin ilk yıllarda sermaye harcamalarına Ar-Ge çalışmalarına daha fazla ağırlık vermesi ve bunların nakit akımlarının ilerleyen yıllarda ortaya çıkacak olmasıdır.

Gordon Modeli

$$DED = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

Değer Sürücüsü Modeli

$$DED = \frac{NOPLAT_{t+1}(1 - g/RONIC)}{WACC - g}$$

* Hiçbir firma sonsuza dek içinde bulunduğu ekonominin büyüme oranından daha yüksek bir oranda büyüyemez.

* Değer sürücüsü modelinde, nakit akımları yerine vergi sonrası faaliyet karı (NOPLAT) kullanılır.

* Ekonomik Kar Yönteminde şirketin devam eden değeri artık açık tahmin dönemi sonrası şirket değerini değil, açık tahmin dönemi sonunda yatırılan sermayenin şirket değerine katkısını gösterir.

Düzeltilmiş Bugünkü Değer Modeli (APV)

* Sabit AOSM değerlemesinde nakit akışında bir artış meydana geldiği zaman ödenecek borç oranının düşmesi beklenmekte ve gelecek dönem Borç / Şirket değeri oranının düşmesine neden olacaktır. Bu da işletmenin sermaye yapısının değişmesine etki eder. Böylelikle sabit oranlı bir AOSM vergi kalkanının değerinin olduğundan yüksek görünmesine neden olacağı için sermaye yapısının değişmesine neden olur.

* Bu sebeple APV önerilmektedir:

APV = İşletmenin tamamen özkaynakla finanse edilmiş şirket değeri + Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri

* APV'de nakit akışları finansman etkisinden arındırılıp sadece projenin iş riskini yansıtan bir oranla iskonto edilir. Bu modele göre, değer yaratan herbir nakit akışı ayrı ayrı değerlendirilir ve herbir nakit akışı, nakit akış kaynağı ile ilgili riskle bağlantılı bir iskonto oranı kullanılarak iskonto edilir.

$$V_e = V_u + (T^* D)$$

Gelir Tablosunun Tahmin Edilmesi

- Faaliyet Giderleri: Her faaliyet gider kalemi için gelire dair tahminlerin yapılması önerilmektedir.

-Amortisman: Gelirin yüzdesi olarak tahmin etmek, maliye, lama ve o sonun yüzdesi olarak tahmin etmek.

-Faaliyet Dışı Gelirler: Geçmiş dönemlere ait bu gelirlerdeki büyüme oranı tespit edilir ve bu orana göre gelecekteki faaliyet dışı gelirler tahmin edilir.

-Faiz Gideri/Geliri: En uygun süreci bir önceki yıla ait borç tutarıdır.

-Vergiler: Vergi öncesi karın yüzdesi olarak tahmin edilebilir.

<u>Bilançonun Tahmini</u>

- Çalışma Sermayesi: Çoğu kalem gelirin yüzdesi olarak tahmin edilmektedir. Ancak fazla olarak verilen çekler ve ödeme emirleriyle stoklar girdi fiyatlarıyla ilişkili olduğu için bunlar satılan malların maliyetinin yüzdesi olarak tahmin edilir.

-Sermaye ile elde edilen gelirlerle ilişkilendirilir.

<u>Yüksek Büyüme Hızına Sahip Olan Şirketlerin Değerlemesi</u>

* Yıllık oranı %15den fazla olan firmalar

* Değerleme işlemine tarihi performansı analiz ederek başlamak yerine firmanın hitap ettiği pazardaki uzun dönemli gelişme belirtileri incelenerek başlanır ve daha sonra geriye doğru çalışılır. İlave olarak, uzun vadeli projeksiyonlar bir hayli belirsizlik içerdiğinden daima birden fazla senaryo düşünülür.

* Oturmuş köklü bir firmanın değerlemede ilk adım, bu firmanın tarihi performansını analiz etmektir. Ancak yüksek büyüme hızına sahip olan firmalar söz konusu olunca, tarihi finansal sonuçlar firmanın gelecek görünümü hakkında çok sınırlı ipucu ortaya koyar. Bu nedenle değerlemeye geçmiş yerine gelecekle başlamak uygundur.

* Finansal sonuçların istikrara kavuşacağı dönemler gelecekteki bir noktada seçilir ve tahmin yapmaya başlanır.

*Firmanın ekonomik durumunun istikrara kavuşacağı noktanın tahmin edilmesiyle birlikte bu noktayı hali hazırdaki performansa bağlamak için geriye doğru çalışılır.

*Eğer mümkünse, geleneksel muhasebe kurallarına göre dönem gideri kabul edilen gizli yatırımlar aktifleştirilir ama bu zor bir iştir.

*Yüksek büyüme hızına sahip olan firmalara özgü belirsizlikler söz konusu olunca, sadece tek bir uzun dönemli tahmine güvenmemek gerekir. Piyasanın gelişimini, toplam büyüklük, rakiplerin piyasaya kolayca girebileceği gibi durumları dikkate alacak şekilde birden fazla senaryoya dayalı olarak tanımlamak gerekir. Son olarak herbir senaryoya ağırlık vermek gerekir.

*Endüstri ve firmanın halihazırdaki yüksek büyüme ve belirsizlik ortamından çıkıp gelecekte sürdürülebilir ve makul bir büyüme sürecine girdiğinde nasıl bir görünüş sergileyebileceğini düşünerek başlamak gerekir. Sonra gelecek için tasvir edilen bu görünüşü geriye doğru halihazırdaki performansa uyarlamak gerekir.

*Olağandışı büyüme sürecinin ne kadar süreceği ve normal seviyelerde istikrara kavuşacağına karar vermek gerekir.

*Toplam piyasa büyüklüğü, pazar payı ve yatırılan sermaye üzerinden getiri oranı hesaplandıktan sonra, uzun dönem tahminini geriye doğru halihazırdaki performans ile tekrar birleştirmek gerekir. Bunu yapmak için halihazırdaki performanstan gelecekteki uzun dönem performansına geçişin hızını değerlendirmek gerekir.

*Olasılık ağırlıklı senaryoları kullanmak için, gelecekteki finansal sonuç seti bir kısmı iyimser, bir kısmı da kötümser olmak üzere geniş bir bant aralığında tahmin etmek gerekir.

*Olasılık ağırlıklandırması ve bunun sonucunda elde edilen değerleme uzun dönemli şirket performansı üzerindeki iktisadi delillerle kontrol edilmelidir.

eklenmektedir. Bu ekleme işleminden sonra bu değeri iskonto faktörü olarak ele alıp nakit akışları tahmin edilmektedir. Ancak ülke riskinin her firmaya eşit olarak eklenmesi eleştiri konusu olarak kullanılmaktadır. (Bazı firmalar devalüasyonla birlikte kar elde edebilir)

* Gelişmekte olan ülkelerdeki risksiz faiz oranı hazine bonosu faiz oranı değildir. (Geri ödememe ihtimali) Diğer bir konu ise gelişmekte olan ülkelerde yeteri kadar uzun dönem ve likit olarak piyasada işlem gören devlet tahvili yoktur.

* Firma borçlanma bonolarının likit piyasası yok veya likit değildir. Vergi oranları çok değişkenlik gösterebilmektedir.

* Gelişmekte olan ülkelerde hisse fiyatı her zaman şirket değerini vermemektedir. Öncelikle likit değildir çünkü hisselerin büyük bölümü ortakların elindedir. Piyasaların gelişmiş piyasalara göre daha az etkin olması nedeniyle bilgi paylaşımı daha azdır ve bu nedenle bilgi piyasalara yansıyamamaktadır. Bununla birlikte hisse senedi fiyatları diğer ülkelere göre daha oynaktır. Bu nedenle herhangi bir zamandaki hisse fiyatları farklı olabilir.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Şirket Değerlemesi

* İse öncelikle bu işletmelerin karşılaşabileceği risklerin ağırlıklarının bulunması ile başlamak gerekir. İndirgenmiş nakit akımlarının risk olasılıklarıyla ağırlıklandırılarak kullanılması gerekir.
* Yüksek enflasyon altındaki şirketlerin analizleri ve tahminlerinde hem nominal hem de reel veriler kullanılmalıdır.
* Büyüme enflasyon nedeniyle yüksek çıkmaktadır.

Varlıklar tarihsel maliyetler itibarıyle muhasebeleştirildiği için sermaye devir hızı genelde yüksek görünmektedir.

Faaliyet kar marjları yüksek görülebilir.

Kredi rasyoları ve diğer sermaye yapıları hakkındaki bilgi veren rasyolar da dikkate alınmalıdır.

* Gelişmekte olan ülkelerde şirket stratejilerine bağlı olarak ortaya çıkan risk yanında politik, makroekonomik ve sermaye piyasalarındaki oynaklık nedeniyle ortaya çıkacak risklerde hesaba katılmalıdır.
* Yüksek riskin DCF hesaplamasına nasıl yansıtılacağı konusunda bir uzlaşı yoktur. En çok kabul gören işlem, ülke riskini iskonto faktörüne eklemektir. DCF senaryo yaklaşımında ise, 2 kamamen birbiriyle aynı olan yatırımın biri Avrupa diğeri gelişmekte olan ülkede yapılması durumu ele alınır.
* Senaryo yaklaşımında yöntem nakit akımlarının alternatif senaryolar dahilinde değerlemesidir. Modelde en azından 2 senaryo bulunmalıdır. Birinci senaryo işletmenin ekonomik değişimler olmadan nakit akım tahmini diğeri ise gelişmekte olan ülkede ortaya çıkabilecek risk dahilindeki tahminlerden ibarettir.
* Karşılaştırılabilir yatırımlar için gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye maliyetine ülke riskini eklemek diğer bir yöntem olarak karşımıza